

市場アップデート – 2018年7月19日 –

もしもブレグジットが暗礁に乗り上げたなら

英国では保守党が苦境に立たされ、ヘルシンキでの米露首脳会談ではトランプ米大統領が操り人形師から教訓を得ることになるなど、政治情勢が金融市場を形作る状況が続いています。



マーク・ダウディング

パートナー兼投資適格債チームヘッド

先週のグローバル金融市場では、米ドル高が特徴となりました。直近四半期では、他地域における成長減速とは対照的な米国経済の成長加速が浮き彫りとなり、米連邦準備制度理事会（FRB）が引き続き漸進的な利上げ路線を維持する一方で、中国などの一部の国の政策担当者がよりハト派寄りに転換するといった傾向が見られました。米経済の堅調さはもはや否定できない事実であるとみられますが、グローバル経済全体の成長に過度に悲観的になる必要はなく、貿易関連の懸念を除けば、欧州やアジアにおける経済活動は相対的に底堅さを維持するとみています。

“英国は最終的に自身が支配権をすでに随分前に明け渡してしまっていたことを認識することになるかもしれません。”

米国債利回りは週を通して小幅に上昇し、ボラティリティが落ち着く中でリスク資産は全般的に堅調に推移しました。実際のところ、ニュースがないこと（No news）が良いニュース（Good news）であるとも言えるかもしれませんが、米ドル高基調がこのまま続けば、エマージング（EM）市場などには再び圧力が掛かる可能性があるほか、米ドル高が米企業の収益見通しに重石となるようであれば米国株式にとっても下押し圧力になるとみられます。したがって、中長期的には米金利の上昇及びFRBの金融引き締め継続を予想しているものの、足元では米金利のポジション構築にあたりやや慎重な姿勢を維持しており、米国及び他地域の成長見通しが乖離していく兆候がさらに確認されるようであれば、より上昇余地のあるポジションは米ドルであるとみています。成長見通しの乖離については、今週発表される予定となっている米国の4-6月期GDPに注目が集まります。市場では同四半期に前期比年率5.0%近くの成長率になるとの予想もあります。

欧州市場はやや落ち着いた動きとなり、イタリアにおける政治的緊張が一旦落ち着きを見せるなか、欧州周辺国が堅調に推移しました。以前にも述べた通り、8月末までは起債が予定されていないことはイタリア国債の下支えになるとみられ、多くの投資家がイタリア国債のショート・ポジションを保有していることを踏まえると、今後短期間のうちにこれらのポジションの巻き戻し（ショートスクイズ）が起きてもおかしくないと予想しています。夏場に掛けての欧州周辺国国債に対する強気な見方を維持しており、起債絡みの懸念が概ね抑えられれば、イタリアとともにギリシャも堅調なパフォーマンスになる可能性があるかとみています。社債市場も全般的に控えめな動きとなっていますが、CDS指数のスプレッド縮小が相対的に大きくなっていることから、Itraxx Main や Itraxx Crossover をポートフォリオのヘッジ目的に利用していた投資家にとってはやや痛手となっています。ポートフォリオでは

CDS 指数を使用したポジションを 6 月に解消していたため、直近の動きによる影響は受けていません。ポートフォリオ全体では不透明感の高まりを背景に数か月前と比較すると社債のクレジット・リスクを大きく削減したものの、欧州社債に対するネット・ロングのポジションを維持しています。その他、先週の欧州関連の話題の中心は英国であったと言えるでしょう。

英国では過去数週間に亘り、与党保守党が欧州連合（EU）離脱（ブレグジット）交渉に対する姿勢の一本化において苦境に立たされ、その姿は見るに堪えない状況となっていました（ほとんどコメディアンの子シャ・バロン・コーエンによる米国を題材にした最新シリーズと同じくらい身の縮む思いです）。メイ首相は「ソフト・ブレグジット」に舵を切ろうとしていますが、先般の首相公式別荘「チェッカーズ」での閣内合意に関して強硬離脱派ユーロピアン・リサーチ・グループ（ERG）が支持する修正要求を政権が受け入れざるを得なかったことから明らかなように、メイ首相自身の基盤が弱いことから、活動の余地が限られてしまっています。一連のやりとりを経て、夏休み期間を迎えるにあたって彼女自身の職をつなぎとめることには成功したかもしれませんが、EU 側は今後、EU 本部や加盟国の立場からすればメイ首相のいずれの提案も受け入れることが出来ないという姿勢を明確にしていくとみられ、議会が再開すれば再び不都合な事実と向き合うことになるでしょう。政策担当者との情報交換を踏まえると、EU 側は 10 月のサミットを前に交渉の余地のない提案を英国側に提示するとみています。本質的にはこれが最後通告になるとみられ、強硬離脱派はその内容に激怒し、政権崩壊が現実味を帯びることになるとみられます。EU 側から受けた印象では、実際に「離脱なし（ノー・ブレグジット）」という結果は間違いなく選択肢の一つになっており、英国が提案内容に十分な規律と硬直性を示せば、2016 年のギリシャの事例と同様に、英国も正気を取り戻すことができるかもしれません。EU 内では、第二回目の国民投票も現実味を帯びてきており、英国がブレグジットを最後まで遂行する立場にないことが次第に明確になっていくなかで、より多くの保守党員がジャスティン・グリーンニング氏の指揮に従い、野党の一部議員とともに再選挙を唱え始める可能性があるかとみています。

仮にそのような状況になった場合、直近英国で起きている事の重大さは残りの EU 諸国にとっても影響をもたらす可能性があります。将来のある時点でユーロ圏の加盟国が単一通貨を離脱することとなった場合、法令上では同国が EU も離脱することが必要となります。結果として、単一通貨を採用していない英国ですら、2 年間で費やしても EU 離脱の方法を見出せないないのであれば、ユーロを採用する加盟国にとってはいかに離脱が困難であるかがわかるでしょう。そのような見方から、他の加盟国はブレグジットが無惨に失敗し、最終的に実現しないことをより望むのではないかと考えます。そのシナリオに基づけば、燻るユーロ崩壊リスクは過度に市場に織り込まれていると言えるでしょう。例えば、足元のイタリア 5 年国債のドイツ国債に対するスプレッドは、同期間で通貨リラが復活する確率を 30%程度織り込んでいと言えそうです。ブルーベイでは、リラ復活という結果は基本シナリオではなくむしろテールリスクであるとみており、ユーロ崩壊リスクが後退していく中でスプレッドが縮小する余地があるとみています。英国の政治家にとっての関心は、英国の運命のみでしょう。しかしながらその他欧州地域の政治家はより広い視野を持っていると言えるかもしれません。

実際のところ、英国は最終的に自身が支配権をすでに随分前に明け渡してしまっていたことを認識することになるかもしれません。つまり、熱心な強硬離脱派が望むほど、時間をさかのぼってその支配権を取り戻すことは簡単ではないでしょう。そのような状況において、強硬離脱派が口論なしに退散するとは想像しづらく、英国が手を引く前にまず「ハード・ブレグジット」に向けて急旋回する可能性は引き続きあるとみています。ブルーベイでは、解散総選挙や（加盟国の離脱手続きを定める）リスボン条約第 50 条の差し止め、さらに

第二回の国民投票はいずれも可能性のある結末であるとみています。その意味に照らすと、ブレグジットの降伏は「EUを再び偉大に (make the EU great again)」するための手助けとなるかもしれません。対照的に、ブレグジットが成功した場合は正反対の結果をもたらす可能性があるでしょう。

今後の見通しとして、引き続きやや神経質な市場展開となりそうです。今年前半に多くの投資家のポートフォリオがマイナス・リターンとなったことから、損失拡大を抑えるために慎重な姿勢がみられ、5月や6月と比較すると市場環境は改善しているとみられるなかでも、わずかな材料でリスク回避姿勢が再び強まる可能性があるかとみています。需給面での下押し圧力は弱まったかもしれませんが、夏休み期間を迎えるにあたり流動性は低下するとみられ、相対的に堅固かつ健全な根底のマクロ経済ファンダメンタルズとは対照的に、金融市場には一定の脆弱性が広がっている印象を受けます。トランプ米大統領が、ツイートや物議を醸す見出しで金融市場を操り人形のように操っていた期間もありましたが、直近のロシアのプーチン大統領との首脳会談で真の操り人形師から教訓を得ることになった事実は、少なくともここ最近では愉快的な出来事の一つであったと言えるでしょう。

ブルーベイ・アセット・マネジメント・インターナショナル・リミテッド

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第 1029 号

一般社団法人 日本投資顧問業協会会員、一般社団法人 投資信託協会会員、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会会員

■手数料等

当社の提供する投資一任業に関してご負担いただく手数料や費用等は、お客様に委託された運用金額や運用戦略ごとに、あるいは運用状況等により変動いたします。最終的な料率・計算方法等はお客様との個別協議により別途定めることとなりますが、主な運用戦略ごとの手数料の上限は以下となります。

エマージングソブリン債戦略：年率 0.80%（税抜） / エマージング社債戦略：年率 1.05%（税抜） / エマージング債絶対リターン戦略：年率 0.85%（税抜） / ハイ・イールド債/ローン戦略：年率 0.70%（税抜） / 投資適格債戦略：年率 0.45%（税抜） / 投資適格債絶対リターン戦略：年率 0.90%（税抜） / グローバル・ソブリン・オポチュニティ戦略：年率 1.10%（税抜） 成功報酬 15%（税抜） / 金融ハイブリッド債戦略：年率 0.80%（税抜） / 転換社債戦略：年率 0.75%（税抜） / オルタナティブ戦略：年率 2.20%（税抜） 成功報酬 20%（税抜） / マルチクレジット戦略：年率 0.75%（税抜） / ダイレクト・レンディング戦略：年率 1.7%（税抜） 成功報酬 20%

なお、当社との投資一任契約は、原則、運用戦略に応じた外国籍投資信託を投資対象とします。上記手数料には、お客様から直接当社にお支払いいただく投資顧問報酬、外国籍投資信託に対して投資した資産から控除される運用報酬が含まれます。

この他、管理報酬その他信託事務に関する費用等が投資先外国籍投資信託において発生しますが、お客様に委託された運用金額や運用戦略ごとに、あるいは運用状況等により変動いたしますので、その料率ならびに上限を表示することができません。手数料や費用等について詳しくは、弊社担当者にお問い合わせをいただくか、契約締結前交付書面をご覧ください。

■投資一任契約に関するリスク

投資一任契約に基づく契約資産の運用は、原則、戦略に応じた外国籍投資信託を通じて、実質的に海外の公社債、株式等の有価証券や通貨などの価格変動性のある資産に投資を行います。これら有価証券等には主に以下のリスクがあり、株式相場、金利、為替等の変動による価格変動、及び有価証券の発行会社の財務状況の悪化等による価格の下落により、外国籍投資信託等の基準価額が下落し、損失を被ることがあります。従って契約資産は保証されるものではなく、お客様の投資された元本を割り込むことがあります。また、デリバティブ取引等が用いられる場合においては、上記の価格変動等により、元本超過損が生じる可能性があります。運用による損益は全てお客様に帰属いたします。

- ・ 価格変動リスク：有価証券の価格変動に伴って損失が発生するリスク
- ・ 為替変動リスク：外国為替相場の変動に伴って損失が発生するリスク
- ・ 信用リスク：発行者の経営・財務状況の変化及びそれらに対する外部評価の変化等により損失が発生するリスク
- ・ 流動性リスク：市場の混乱等により取引ができず、通常よりも不利な価格での取引を余儀なくされることにより損失が発生するリスク
- ・ カントリーリスク：投資対象国／地域の政治・経済、投資規制、通貨規制等の変化により損失が発生するリスク

なお、契約資産が持つリスクは上記に限定されるものではありませんのでご注意ください。リスクに関する詳細につきましては契約締結前交付書面等の書面の内容を十分にお読み下さい。

本資料は受領者への情報提供のみを目的としており、特定の運用商品やサービスの提供、勧誘、推奨を目的としたものではありません。また、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。

本資料は、信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、当社がその正確性、完全性、妥当性を保証するものではありません。記載された内容は、資料作成時点（2018年7月19日）のものであり、今後予告なく変更される可能性があります。過去の実績及びシミュレーション結果は、将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。なお、当社による書面による事前の許可なく、本資料およびその一部を複製・転用・ならびに配布することはご遠慮下さい。当社と金融商品取引契約の締結に至る場合には、別途契約締結前交付書面等をお渡しますので、当該書面等の内容を十分にお読みいただき、必要に応じて専門家にご相談の上、お客様ご自身のご判断でなさるようお願いいたします。

以上